BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report Summary

July 2013

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada.

Highlights

- Global economic growth remains modest. Although the Bank has downgraded slightly its global growth forecast, the global economy is still expected to pick up in 2014 and 2015.
- Economic growth in Canada is expected to be choppy in the near term. The economy is expected to reach full capacity around mid-2015, as projected in April.
- The Bank projects that the Canadian economy will grow by 1.8 per cent in 2013 and 2.7 per cent in both 2014 and 2015.
- Inflation has been low in recent months and is expected to remain subdued in the near term. Both core and total CPI inflation are expected to return to 2 per cent around mid-2015.

Global economic growth remains modest, although the pace of economic activity varies significantly across the major economies. The U.S. economic expansion is proceeding at a moderate pace, with the continued strengthening in private demand being partly offset by the impact of fiscal consolidation. In Japan, fiscal and monetary policy stimulus is contributing to a rapid recovery in economic growth. In contrast, economic activity in the euro area remains weak. While stronger than in the advanced economies, real GDP growth in China and other emerging market economies has slowed, exerting downward pressure on global commodity prices and, as a consequence, the Bank has downgraded slightly its global growth forecast. The global economy is still expected to pick up in 2014 and 2015.

In Canada, economic growth is expected to be choppy in the near term, owing to unusual temporary factors, although the overall outlook is little changed from the Bank's projection in April. Annual GDP growth is projected to average 1.8 per cent in 2013 and 2.7 per cent in both 2014 and 2015, supported by very accommodative financial conditions. Despite ongoing competitiveness challenges, exports are projected to gather momentum, which should boost confidence and lead to increasingly solid growth in business investment. The economy will also be supported by continued growth in consumer spending, while further modest declines in residential investment are expected. Growth in real GDP is projected to be sufficient to absorb the current material excess capacity in the economy, closing the output gap around mid-2015, as projected in April.

Inflation has been low in recent months and is expected to remain subdued in the near term. The weakness in core inflation reflects persistent material excess capacity, heightened competitive pressures on retailers, relatively subdued wage increases, and some temporary sector-specific factors. Total CPI inflation has also been restrained by declining mortgage interest costs. As the economy gradually returns to full capacity and with inflation expectations well-anchored, both core and total CPI inflation are expected to return to 2 per cent around mid-2015.

The outlook balances the many upside and downside risks to inflation. Three of the most important emanate from the external environment, and include the risks of stronger U.S. private

demand, a failure to contain the crisis in Europe, and weaker growth in China and other emerging-market economies. The most important domestic source of risk to the Canadian economy remains the possibility of a disorderly unwinding of household sector imbalances.

Against this backdrop, on 17 July, the Bank decided to maintain the target for the overnight rate at 1 per cent. As long as there is significant slack in the Canadian economy, the inflation outlook remains muted, and imbalances in the household sector continue to evolve constructively, the considerable monetary policy stimulus currently in place will remain appropriate. Over time, as the normalization of these conditions unfolds, a gradual normalization of policy interest rates can also be expected, consistent with achieving the 2 per cent inflation target.

Projection for global economic growth

	Share of real global GDP[a] (per cent)	Projected growth[b] (per cent)			
		2012	2013	2014	2015
United States	19	2.2 (2.2)	1.7 (2.0)	3.1 (3.1)	3.2 (3.3)
Euro area	14	-0.5 (-0.5)	-0.8 (-0.6)	0.8 (0.8)	1.3 (1.4)
Japan	6	1.9 (2.0)	1.9 (1.4)	1.3 (1.6)	1.2 (1.4)
China	15	7.8 (7.8)	7.4 (7.7)	7.3 (7.6)	7.5 (7.7)
Rest of the world	47	3.1 (3.1)	2.9 (3.2)	3.6 (3.7)	3.8 (3.9)
World	100	3.0 (3.0)	2.8 (3.0)	3.5 (3.6)	3.7 (3.8)

a. GDP shares are based on International Monetary Fund (IMF) estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2012. The individual shares may not add up to 100 owing to rounding.
Source: IMF, *World Economic Outlook*, April 2013

b. Numbers in parentheses are projections used for the April 2013 *Monetary Policy Report*.
Source: Bank of Canada

Summary of the projection for Canada[a]

	2012	2013				2014				2015			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	0.9 (0.6)	2.5 (1.5)	1.0 (1.8)	3.8 (2.3)	2.5 (2.8)	2.7 (3.0)	2.8 (3.0)	2.8 (3.0)	2.8 (2.8)	2.8 (2.8)	2.5 (2.5)	2.4 (2.3)	2.2 (2.1)
Real GDP (year-over-year percentage change)	1.0 (1.1)	1.4 (1.2)	1.3 (1.2)	2.1 (1.6)	2.4 (2.1)	2.5 (2.5)	2.9 (2.8)	2.7 (2.9)	2.8 (2.9)	2.8 (2.9)	2.7 (2.8)	2.6 (2.6)	2.5 (2.4)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.2 (1.2)	1.3 (1.3)	1.1 (1.2)	1.3 (1.4)	1.6 (1.7)	1.5 (1.7)	1.7 (1.8)	1.8 (1.9)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	1.0 (1.0)	0.9 (0.9)	0.7 (1.0)	1.1 (1.2)	1.4 (1.6)	1.4 (1.6)	1.6 (1.7)	1.8 (1.9)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	0.8 (0.8)	0.9 (0.9)	0.8 (1.1)	1.2 (1.3)	1.5 (1.7)	1.5 (1.7)	1.6 (1.7)	1.8 (1.9)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI[b] (level)	88 (88)	94 (94)	94 (94)	103 (95)	100 (94)	97 (93)	94 (92)	93 (91)	91 (90)	90 (90)	88 (89)	87 (88)	86 (88)
Brent[b] (level)	110 (110)	113 (113)	103 (106)	106 (106)	105 (104)	103 (103)	102 (102)	100 (101)	99 (100)	98 (99)	96 (98)	95 (97)	94 (96)

a. Figures in parentheses are from the projection in the April 2013 *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate and Brent crude oil (US$ per barrel) are based on an average of futures contracts over the two weeks ending 12 July 2013.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published quarterly in January, April, July and October.

©2013 Bank of Canada ISSN 1924-1089 (Print) ISSN 1925-3168 (Online)

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire
Sommaire

Juillet 2013

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada.

Faits saillants

- La croissance de l'économie mondiale demeure modeste. Même si la Banque a revu légèrement à la baisse ses prévisions relatives à la croissance de l'économie du globe, elle s'attend encore à ce que cette dernière se raffermisse en 2014 et en 2015.
- La croissance économique au Canada devrait être volatile à court terme. L'économie devrait atteindre son plein potentiel vers le milieu de 2015, comme il était projeté en avril.
- La Banque prévoit que la croissance de l'économie canadienne s'établira à 1,8 % en 2013 et à 2,7 % en 2014 et en 2015.
- L'inflation a été basse ces derniers mois et devrait le demeurer à court terme. L'inflation mesurée tant par l'indice de référence que par l'IPC global devrait remonter à 2 % vers le milieu de 2015.

La croissance de l'économie mondiale demeure modeste, quoique la cadence de l'activité varie considérablement d'une grande économie à l'autre. Aux États-Unis, l'expansion se poursuit à un rythme modéré, le renforcement continu de la demande privée étant contrebalancé en partie par l'incidence de l'assainissement budgétaire. Au Japon, la détente budgétaire et monétaire contribue à un redressement rapide de la croissance économique. Dans la zone euro, par contre, l'activité reste faible. Même si elle est plus vigoureuse que dans les économies avancées, la croissance du PIB réel a ralenti en Chine et dans les autres économies émergentes, ce qui exerce une pression à la baisse sur les cours mondiaux des produits de base, et, par conséquent, la Banque a revu légèrement à la baisse ses prévisions relatives à la croissance de l'économie du globe. Elle s'attend encore à ce que cette dernière se raffermisse en 2014 et en 2015.

Au Canada, la Banque prévoit que la croissance économique sera volatile à court terme, en raison de facteurs temporaires inhabituels, quoique les perspectives globales aient peu changé comparativement à la projection qu'elle a présentée en avril. La croissance annuelle moyenne du PIB devrait s'établir à 1,8 % en 2013 et à 2,7 % en 2014 et en 2015, à la faveur des conditions financières très expansionnistes. Malgré les défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité, on s'attend à ce que les exportations gagnent en vigueur, ce qui devrait stimuler la confiance et favoriser une expansion de plus en plus solide des investissements des entreprises. L'économie sera également soutenue par la poursuite de la croissance des dépenses de consommation, alors que l'investissement résidentiel devrait connaître encore de modestes reculs. On prévoit que la croissance du PIB réel sera suffisante pour que la marge de capacités excédentaires notable présente actuellement au sein de l'économie soit résorbée, éliminant ainsi l'écart de production vers le milieu de 2015, comme il était projeté en avril.

L'inflation a été basse ces derniers mois et devrait le demeurer à court terme. La faiblesse de l'inflation mesurée par l'indice de référence reflète une marge notable et persistante de capacités excédentaires, des pressions concurrentielles accrues chez les détaillants, une progression des salaires relativement modérée et certains facteurs sectoriels temporaires. L'inflation mesurée par l'IPC global a aussi été limitée par la baisse des coûts d'intérêt hypothécaire. L'économie retournant graduellement à son plein potentiel et les attentes d'inflation étant bien ancrées, l'inflation mesurée tant par l'indice de référence que par l'IPC global devrait remonter à 2 % vers le milieu de 2015.

Les nombreux risques à la hausse et à la baisse qui pèsent sur l'évolution de l'inflation sont équilibrés dans les perspectives. Trois des principaux risques sont associés à la conjoncture extérieure, soit ceux liés à une demande privée plus forte que prévu aux États-Unis, à l'incapacité de contenir la crise en Europe et à une expansion plus modérée qu'escompté en Chine et dans d'autres économies émergentes. Le plus important facteur de risque interne pour l'économie canadienne a trait à la possibilité d'une correction désordonnée des déséquilibres dans le secteur des ménages.

Dans ce contexte, le 17 juillet, la Banque a décidé de maintenir le taux cible du financement à un jour à 1 %. Tant que l'économie canadienne affichera une marge importante de capacités inutilisées, que les perspectives en matière d'inflation resteront faibles et que l'évolution des déséquilibres dans le secteur des ménages continuera d'être constructive, la détente monétaire considérable en place actuellement demeurera appropriée. Au fil du temps, à mesure que la normalisation de ces conditions s'opérera, on peut s'attendre aussi à une normalisation graduelle du taux directeur, de façon à atteindre la cible d'inflation de 2 %.

Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2012	2013	2014	2015
États-Unis	19	2,2 (2,2)	1,7 (2,0)	3,1 (3,1)	3,2 (3,3)
Zone euro	14	-0,5 (-0,5)	-0,8 (-0,6)	0,8 (0,8)	1,3 (1,4)
Japon	6	1,9 (2,0)	1,9 (1,4)	1,3 (1,6)	1,2 (1,4)
Chine	15	7,8 (7,8)	7,4 (7,7)	7,3 (7,6)	7,5 (7,7)
Autres pays	47	3,1 (3,1)	2,9 (3,2)	3,6 (3,7)	3,8 (3,9)
Ensemble du monde	100	3,0 (3,0)	2,8 (3,0)	3,5 (3,6)	3,7 (3,8)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2012. Du fait que les chiffres sont arrondis, il se peut que la somme des pourcentages ne soit pas égale à 100.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2013

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'avril 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Source : Banque du Canada

Résumé des projections relatives à l'économie canadienne[a]

	2012	2013				2014				2015			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	0,9 (0,6)	2,5 (1,5)	1,0 (1,8)	3,8 (2,3)	2,5 (2,8)	2,7 (3,0)	2,8 (3,0)	2,8 (3,0)	2,8 (2,8)	2,8 (2,8)	2,5 (2,5)	2,4 (2,3)	2,2 (2,1)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	1,0 (1,1)	1,4 (1,2)	1,3 (1,2)	2,1 (1,6)	2,4 (2,1)	2,5 (2,5)	2,9 (2,8)	2,7 (2,9)	2,8 (2,9)	2,8 (2,9)	2,7 (2,8)	2,6 (2,6)	2,5 (2,4)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,2 (1,2)	1,3 (1,3)	1,1 (1,2)	1,3 (1,4)	1,6 (1,7)	1,5 (1,7)	1,7 (1,8)	1,8 (1,9)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	1,0 (1,0)	0,9 (0,9)	0,7 (1,0)	1,1 (1,2)	1,4 (1,6)	1,4 (1,6)	1,6 (1,7)	1,8 (1,9)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	0,8 (0,8)	0,9 (0,9)	0,8 (1,1)	1,2 (1,3)	1,5 (1,7)	1,5 (1,7)	1,6 (1,7)	1,8 (1,9)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
WTI[b] (niveau)	88 (88)	94 (94)	94 (94)	103 (95)	100 (94)	97 (93)	94 (92)	93 (91)	91 (90)	90 (90)	88 (89)	87 (88)	86 (88)
Brent[b] (niveau)	110 (110)	113 (113)	103 (106)	106 (106)	105 (104)	103 (103)	102 (102)	100 (101)	99 (100)	98 (99)	96 (98)	95 (97)	94 (96)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison d'avril 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*.

b. Les hypothèses relatives aux cours des pétroles bruts West Texas Intermediate et Brent (en $ E.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 12 juillet 2013.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié quatre fois l'an, soit en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

© 2013 Banque du Canada ISSN 1924-1089 (version papier) ISSN 1925-3176 (Internet)